

# ストラテジーブレティン (202号)

## 米中貿易戦争と中国のアキレス腱

### ～2015年型 中国危機の再現はない～

#### (1) 貿易戦争、人民元急落、中国株と元下落との共振が悪夢を呼び起こす。 確かにトランプ氏の挑戦が不確実性を高めている

トランプ政権が仕掛けた貿易摩擦、特に米中貿易戦争が市場を震撼させている。特にメインターゲットとされる中国は人民元の下落と株価下落の悪循環が始まった。人民元は摩擦が始まった3月末以降6%と2015年以来の急落、上海総合指数も3月以降17%と突出した下げとなっている。「中国リスク」を引き金にしたグローバル投資家の投機売りは日米など先進国株式にも及び始めた。7月6日トランプ大統領は対中輸入340億ドル分に対して25%の追加制裁関税を発動したが、中国も同規模の報復関税を直ちに発動させ、とどめのない制裁の応酬に不安心理が強まっている。株式と通貨共振は2015年夏から16年初めの相場急落「チャイナ・ショック」を彷彿とさせ、その再来懸念が強まってきた。米中貿易戦争が報復の応酬に結び付けば、世界経済が想像外のダメージをこうむる可能性も、完全には排除できず、市場が売り圧力に対して脆弱であるのは、当然である。

株式会社 武者リサーチ  
代表  
武者 陵司

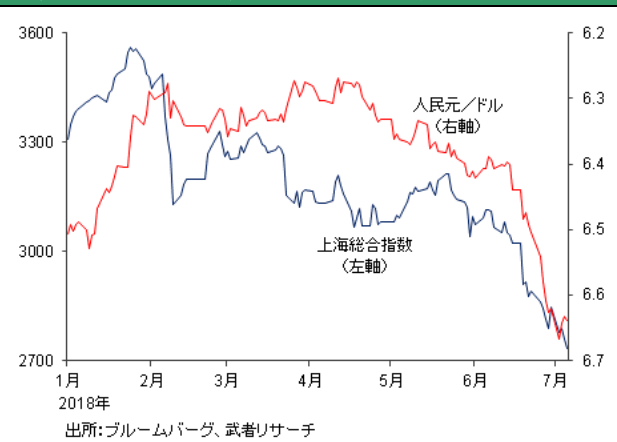
代表電話 (03) 5408-6818  
直通電話 (03) 5408-6821  
E-mail: musha@musha.co.jp  
www.musha.co.jp

〒105-0021  
東京都港区東新橋2-18-3  
ルネパルティーレ汐留901

図表1：人民元相場と上海総合指数（2014年～）



図表2：人民元相場と上海総合指数（2018年～）

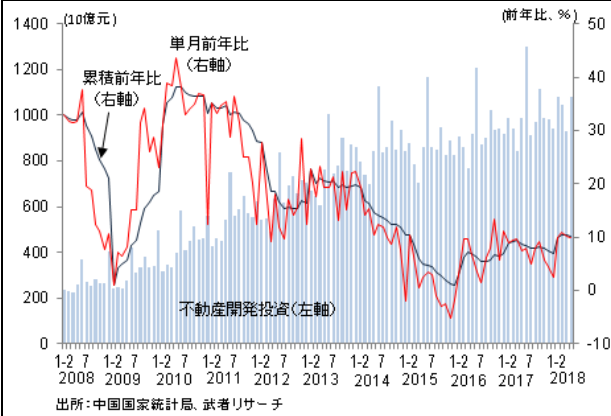


#### (2) だが今は危機深化の時ではない

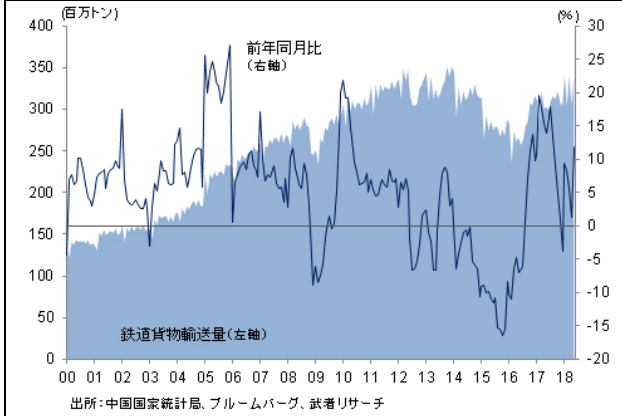
しかし今回と2015年には決定的な相違があり、深刻な市場崩落や経済悪化は回避されるだろう。第一に中国のファンダメンタルズが2015年とは異なり比較的堅調である。図表3～6に示すように、2015年の中国経済は深刻な調整場面にあった。不動産投資、鉄道貨物輸送量、粗鋼生産量、発電量などマイクロ指標がすべてマイナスに転じるというリーマンショック時以上の経済悪化があったが、今回はいずれも堅調な増勢を続けている。

貿易摩擦の中国経済に対する影響は、関税引き上げによる競争力減退、貿易摩擦激化による不確実性の高まりと投資意欲減退など看過できないが当局の対応も素早い。中国当局がすかさず預金準備率を0.5%引き下げた(7月5日実施)のは、その危機意識の高まりのためである。人民元安と株価下落、金融不良債権問題の連鎖が2015年型の不安心理を高めることを中国政府は望まず、摩擦の応酬の妥協点を探るのではないかと。

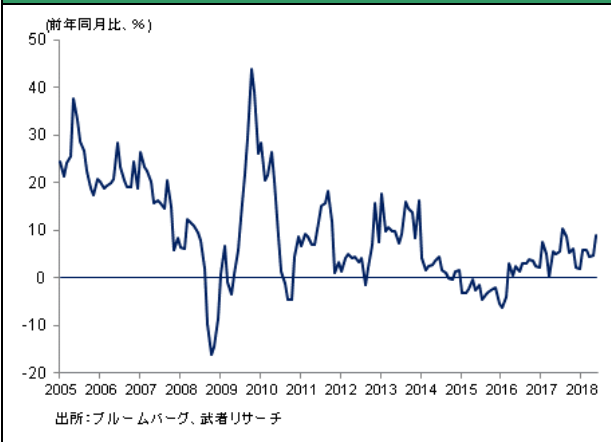
図表3：中国の不動産開発投資推移



図表4：中国の鉄道貨物輸送量推移



図表5：中国の粗鋼生産推移



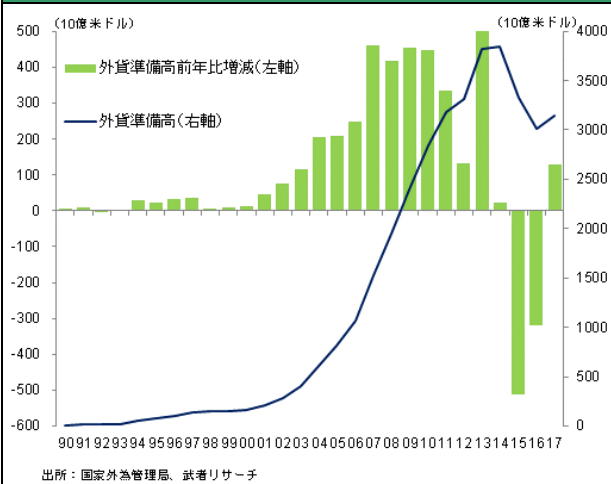
図表6：中国の発電量推移



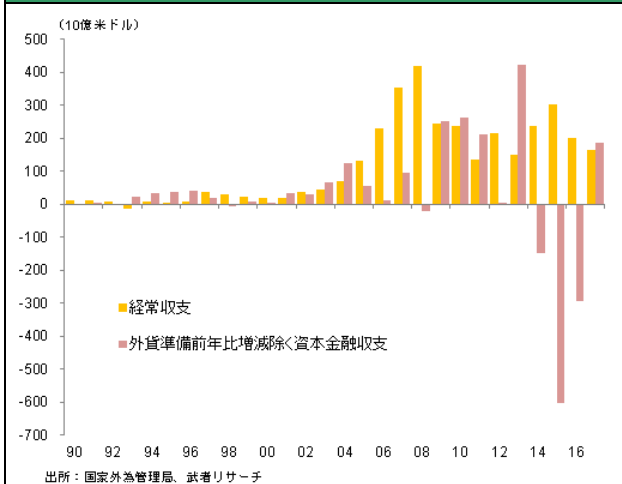
第二に資本コントロールが効いており、中国の外貨準備高は2016年後半以降、2年近くにわたって3.1兆ドル前後と横ばい圏で推移している。2015年は、SDRのバスケット対象通貨として認定してもらうために、外貨、国際貸借関連統計データの開示と資本規制の緩和を急いだ時期であった。困難な景況のもとで脆弱な外貨事情が露呈し、資本移動が自由になったために資本流出が一気に加速したのである。しかし、危機に対応した経済対策と厳格な資本コントロールの導入により、外貨不安と人民元懸念は封印されている。危機管理の学習効果は十分に生かされているといえる。

人民元安を貿易摩擦の対抗策として活用しようとしている、との憶測があるが、それはないだろう。通貨安は容易に危機勃発の引き金になりえること、また通貨安政策は米国の怒りを強め交渉上著しく不利になること、が明らかである。易中国人民銀行総裁は、通貨を貿易紛争の手段として使わないと声明している。

図表7：中国の外貨準備高と増減推移



図表8：中国の資本金融収支と経常収支推移



### (3) トランプ政権のやり口はディール（威嚇とネゴ）、支持母体の不興を買うリセッション招来策（＝グローバル・サプライチェーンの遮断）をやるわけがない

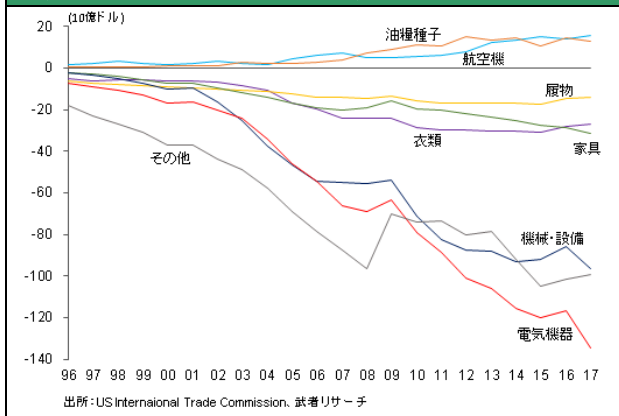
トランプ政権の対中要求は過激である。米中覇権争いが根源の対立点であり、中国に過度に依存したグローバル・サプライチェーンの再構築が、米国の究極の狙いであろう。ハイテク覇権奪取計画である中国の「製造 2025」計画を破棄すべし、ということまで米国は求めているが、それは中国にとっては飲めない要求である。

とはいえ常識的には、トランプ政権が性急にすべてを求め、米中通商関係を破壊するということになるとは考えにくい。今や中国はグローバル・サプライチェーンの中核に位置しており、中国と真っ向からぶつかれば、米国経済も深刻な打撃を受ける。

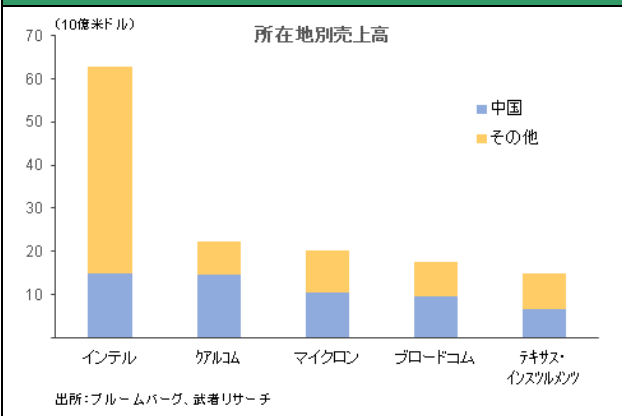
中国の裁判所が米半導体大手マイクロン・テクノロジーに対し、一部製品の生産・販売の差し止めを命じた。台湾の半導体メーカーUMCによる特許侵害訴訟に対して仮命令が出されたものだが、中国の対米摩擦報復という要素があることも否定できない。ハイテク製品の最大の組み立て基地は中国であり、図表 10 に見るように米国半導体各社の最大の売り上げ先は中国である。例えば対中売上比率はクアルコムが最大で 65%、マイクロン・テクノロジーは 51%と過半を占めている。この中国依存のサプライチェーンを改変することが究極には必要だとしても、それは米国企業のビジネスモデルの大転換を伴うことであり、長期にわたる作業を必要とする。短兵急の対応は米国にとっても自殺行為である。

そもそもトランプ氏の外交手法がディールであることは、これまでの経緯から明らかである。交渉相手をたてたり威嚇したりしつつ、妥協点を探るといふ手法は、対中でも対北朝鮮でも繰り返されてきた。北朝鮮問題での協力を得るためには、議会の反対を押し切って ZTE への制裁緩和を実施したこと、悪罵を投げつけてきた金正恩に対する手のひらを返した高評価と米朝シンガポール会談での譲歩(CVID 完全・検証可能・不可逆的な核廃棄なしでの体制保証)、等々。当初の過酷な要求は交渉を有利にするためのビーンボールであった、といえる。

図表 9：米国の品目別対中貿易バランス



図表 10：米国半導体メーカーの対中依存度



他方中国の選択肢も多くはない。①景気対策・金融緩和で金融テンションを緩和する、②資本コントロールで危機の伝播経路を遮断する、③米国が容認するところまでの通商交渉譲歩する、以外にはない。

貿易制裁の応酬という不確実性が市場を不安定にしているが、それぞれの制裁、報復措置が出そろい不確実性が消えていけば市場は安心感を取り戻すのではないかと。

### (4) 2015 年型危機深化の可能性？いずれ起きる。それは外貨事情の退廃から。

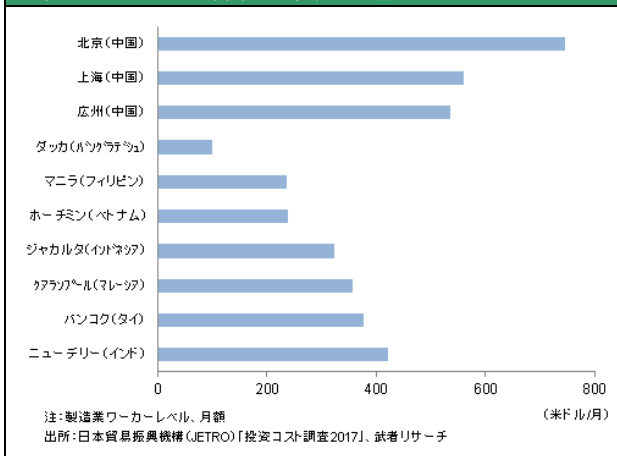
では通商摩擦以外のどのような手によって米国は中国の台頭を抑えられるのか。アメリカの対中政策の最重点は、人民元切り下げ禁止ではないだろうか。というのはそこに中国のアキレス腱があると考えられるからである。日米貿易摩擦の時、最終的に日本を追い詰めたのは超円高であったが、対中においても為替を念頭に置いていると思われる。中国沿岸部の賃金は今やどのアセアン諸国よりもはるかに高くなっている。またハイテク分野においては技

術者の所得は日本より中国の方が高いと言われるほど、中国は高給国化した。

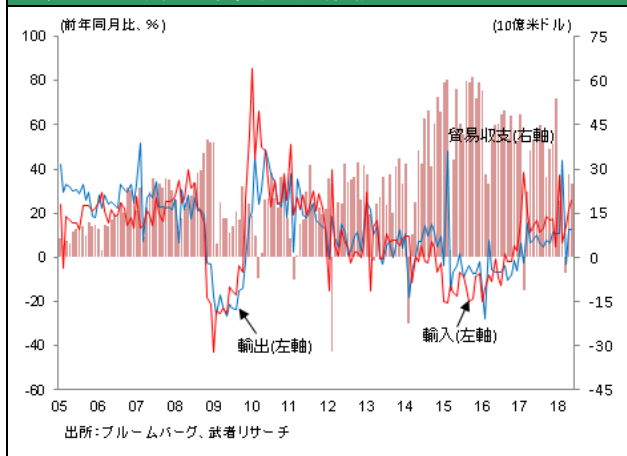
よって人民元を切り下げてはいけなくなると、輸出競争力は大きく落ちる。加えて経済成長のけん引車である投資が、これまでの鉄・セメント・労務費の塊であるインフラ・不動産・重厚長大産業設備の3分野から、ハイテクへと大きくシフトしている。ハイテク投資は圧倒的に海外の機械・素材・部品などに依存しており輸入が大きく増えざるを得ない。すでに中国の貿易黒字はここ数年年率20%強の大幅減少を続けている。数年後には中国の貿易黒字が激減し、経常赤字国に転落する可能性がある。そうすると中国に投資している巨額の海外資本に流出圧力が高まる。中国の高成長は海外からの巨額の資本流入によって可能になったわけで、対外バランスシートは驚くほど脆弱である。ここが同じ黒字国であっても日本と大きく異なる点である。故に外貨不安が再び台頭し、どこかの時点で人民元が大暴落をする可能性は大きい。それは国内でのバブル崩壊の引き金をひき、経済、金融危機を引き起こすかもしれない。3年後、5年後か、そうなるまでアメリカは中国の人民元の切り下げを絶対に許さないというスタンスを取り続けるだろう。

中国の何をウォッチするのかだが、やはり貿易収支と外貨準備高が最も重要なのではないか。

図表 11：アジア諸国の賃金比較



図表 12：中国の貿易収支推移



## (5) 結論、日本株好仕込み場に

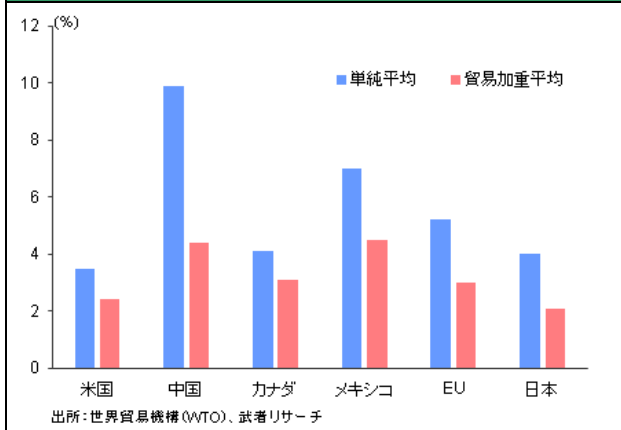
6月末からの日本株急落は、貿易摩擦口実の仕掛け売りの可能性が大きいのではないか。しかし摩擦がいったん収まる可能性は相当高い。また以下に見るように日本は米中貿易戦争の受益者である。年後半世界景気、米国景気の一部と好調さが確認されるにつれ、日米株式のゴルディロックス相場が再現されるのではないか。

### 日本の顕著な有利性に注目を

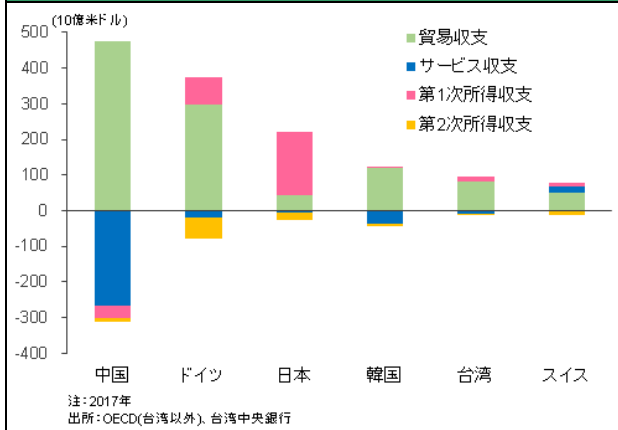
今、中国の急速な産業高度化、ハイテクシフトにより韓国—中国、台湾—中国、ドイツ—中国の競合関係が強まっている。またインターネットのプラットフォームは米国企業に対し中国のアリババ、テンセントが挑戦状をたたきつけている。しかし、日本は米国とは言うまでもなく、中国企業との競合もあまりない。むしろ、中国がハイテク化しようとする、日本の設備や部品、材料が必要となる補完関係にある。日本は著しく有利な国際分業上のポジションを得ている。例えば半導体製造装置は米日で世界市場を分割(米国6割、日本4割)しており、中国が米国から半導体製造装置を購入できなくなれば、日本に頼るしかなくなる。自動車に対する制裁関税が検討されており日本もその対象にはなりえるが、図表に見るように日本の関税率は世界最低である。特に自動車は、米国2.5%、日本0%、EU10%、韓国8%、中国25%と世界最低となっている。また日本車の米国現地生産は377万台と対米輸出174万台の2倍以上となっている。

日本の貿易黒字はごく小さい。日本の経常黒字の大半は所得収支によって稼がれている。所得収支黒字とは現地で投資、雇用など産業活動を実施した結果生み出されたものなので歓迎されるはずのもの、他方貿易黒字は現地での雇用を奪うという側面はあるので非難される理由はある。こうした日本企業の国際化、円高下で実現した日本のグローバル・サプライチェーンは他国に比して著しく充実し、貿易摩擦の対象ではなくなっている。対米貿易摩擦先進国の日本はすべてが過去に起きたことであり、かつ対応済みのことが多く、著しく有利な立場にある。

図表 13：各国の関税率比較



図表 14：主要経常収支黒字国比較



著作権表示©2018 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見直しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。